



**TURUN  
YLIOPISTO**  
Kauppakorkeakoulu

## **Erikoissijoitusrahastojen sijoittajansuoja**

Yritysjuridiikan  
kandidaatintutkielma

Laatija:  
Joonatan Vuorinen

Ohjaaja:  
Prof. Reijo Knuutinen

29.4.2025

Turku

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Kandidaatintutkielma

**Oppiaine:** Laskentatoimen ja rahoituksen KTK-tutkinto-ohjelma, Yritysjuridiikan erikoistumissuunta

**Tekijä:** Joonatan Vuorinen

**Otsikko:** Erikoissijoitusrahastojen sijoittajansuoja

**Ohjaaja:** Prof. Reijo Knuutinen

**Sivumäärä:** 28 sivua

**Päivämäärä:** 29.4.2025

Erikoissijoitusrahastot ovat vakiinnuttaneet asemansa merkittävänä sijoitusmuotona Suomessa. Niiden sääntely on viime vuosina kehittynyt sekä kansallisella että EU-tasolla, ja erityisesti vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (162/2014) 16 a luvulla on nykyisin keskeinen rooli erikoissijoitusrahastojen toiminnan sääntelyssä. Sijoitusrahastotoiminnan sääntelyn tavoitteena on ollut tasapainottaa sijoittajansuojaa ja sijoitusstrategian joustavuutta. Tämä tutkielma tarkastelee erityisesti sitä, miten kyseinen luku vaikuttaa sijoittajansuojaan ja millaisia käytännön vaikutuksia pykälillä on rahastojen toimintaan. Lain esitöissä on korostetusti tehty ero ammattimaisten ja ei-ammattimaisten asiakkaiden välillä, minkä vuoksi myös tässä tutkielmassa pohditaan näiden sijoittajaryhmien erilaisia tarpeita ja intressejä.

Tutkielma on oikeuspoliittinen tutkimus, jossa analysoidaan voimassa olevaa lainsäädäntöä, oikeuskäytäntöä ja oikeuskirjallisuutta suhteessa sääntelyn tehokkuuteen ja sen taustalla oleviin tavoitteisiin. Useat 16 a luvun lainkohdista on säädetty hallitsemaan erikoissijoitusrahastoihin liittyvää sijoittajariskiä. Tästä syystä säännösten jaottelu on tehty seuraavien riskien mukaan: likviditeettiriski, sopivuusriski, markkinariski ja arvonmääritysrisi. Lisäksi analysoidaan erityistapauksia, kuten alle 30 osuudenomistajan rahastoja sekä kiinteistörahastojen apportimerkintöjä, jotka on säädetty erityisesti ammattimaisten sijoittajien tarpeet huomioiden.

Tulokset osoittavat, että suomalainen erikoissijoitusrahastojen sääntely on pääosin selkeää ja ei-ammattimaisille asiakkaille suotuisasti rakennettua. Erityisesti likviditeettiriskin hallintaan liittyvät sääntelykeinot ovat keskeisessä asemassa ja kyseisiä keinoja onkin käytetty viime vuosina aktiivisesti suojaamaan sijoittajia tilanteilta, joissa yllättävän suuret lunastukset voisivat vaarantaa muiden rahasto-osuudenomistajien edun. Sopivuusriskin osalta sääntely pyrkii varmistamaan, että sijoittajat saavat riittävän ja oikean tiedon rahaston ominaisuuksista, jotta sijoitus vastaisi mahdollisimman hyvin sijoittajan tarpeita ja tavoitteita. Markkinariskin hallinnan osalta ei-ammattimaisille asiakkaille suunnatussa sijoitustoiminnassa noudatetaan laajasti riskin hajauttamisen periaatetta, joka edellyttää suurempaa hajautusta kuin ammattimaisille sijoittajille räätälöidyissä rahastoissa, joissa vastuu riskin hajauttamisesta on yksilön toimissa. Arvonmääritysrisit liittyvät erityisesti epälikvideihin rahastoihin, kuten kiinteistörahastoihin, joissa arvonlaskentaa voidaan tehdä harvemmin, esimerkiksi kerran kuukaudessa päivittäisen sijaan. Tämä johtaa siihen, että rahaston todellinen arvo ei ole ajantasainen, mikä voi vaikeuttaa sijoittajien päätöksentekoa.

Johtopäätöksenä voidaan todeta, että erikoissijoitusrahastojen sääntely Suomessa on edistynyt verrattuna EU:n yleiseen tasoon. Suomessa sijoittajansuoja pyrkii mahdollistamaan ei-ammattimaisille asiakkaille valinnanvapauden, kun esimerkiksi Espanjassa sijoittajansuojalla rajataan ei-ammattimaisia asiakkaita korkeariskisten sijoituskohteiden ulkopuolelle. Koska kansainväliset rahoitusmarkkinat muuttuvat nopeasti, on sääntelyn päivitettävyyden keskeinen tekijä markkinoiden vakauden ja sijoittajansuojan kannalta. Tulevaisuudessa keskeinen kysymys on, kuinka paljon vapautta erikoissijoitusrahastoille ja sijoittajille voidaan sallia samalla säilyttäen riittävä sijoittajansuoja.

**Avainsanat:** erikoissijoitusrahasto, sijoittajansuoja, ei-ammattimainen asiakas, likviditeettiriski, sopivuusriski, markkinariski, arvonmääritysrisi, riskienhallinta

## **SISÄLLYS**

### **LYHENTEET**

5

#### **1 Johdanto**

6

##### **1.1 Tutkielman lähtökohdat**

6

##### **1.2 Tutkimuskysymykset ja -metodi**

6

##### **1.3 Tutkielman rakenne**

7

#### **2 Käsitteet ja relevantti sääntely**

8

##### **2.1 Erikoissijoitusrahasto**

8

##### **2.2 Sijoittajansuoja**

9

##### **2.3 Ei-ammattimainen asiakas**

10

##### **2.4 Riskien luonne rahastosijoittamisessa**

11

#### **3 Sijoittajansuoja ja riskienhallinta AIFML 16 a luvussa**

12

##### **3.1 Likviditeettiriski**

12

##### **3.2 Sopivuusriski**

14

##### **3.3 Markkinariski**

15

##### **3.4 Arvonmääritysriski**

16

#### **4 Sijoittajansuojasta poikkeaminen AIFML 16 a luvussa**

19

##### **4.1 Alle 30 osuudenomistajan rahastot**

19

##### **4.2 Apportti merkinnässä ja lunastuksessa**

21

#### **5 Johtopäätelmät**

24

#### **Lähteet**

26

## **TAULUKOT**

Taulukko 1 AIFML 16a:4 §:n mukaiset vähimmäisehdot

21

## LYHENTEET

AIF	alternative investmend fund
AIFML	laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 162/2014
AIFMD	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja asetuksen (EU) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta
AIFMD II	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2024/927, annettu 13 päivänä maaliskuuta 2024, direktiivien 2011/61/EU ja 2009/65/EY muuttamisesta tehtävien siirtämistä koskevien järjestelyjen, maksuvalmiusriskin hallinnan, valvontaan liittyvän raportoinnin, säilytysyhteisö- ja säilytyspalvelujen tarjoamisen sekä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen suorittaman lainojen alullepanon osalta
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
EU	Euroopan unioni
Fiva	Finanssivalvonta
FivaL	laki Finanssivalvonnasta 878/2008
HE	hallituksen esitys
IOSCO	Kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojien järjestö
KHO	korkein hallinto-oikeus
MIFID II	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälinemarkkinoista ja direktiivien 2002/92/EY ja 2011/61/EU muuttamisesta (uudelleenlaadittu)
SRL	sijoitusrahastolaki 213/2019
UCITS-direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (uudelleenlaadittu)

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkielman lähtökohdat

Sijoittajansuoja on keskeinen tavoite sijoitusrahastojen sääntelyssä.<sup>1</sup> Sijoittajansuojaa pohditaan Euroopan unionissa (EU) jatkuvasti ja kirjoitushetkelläkin EU:ssa ollaan päivittämässä<sup>2</sup> vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaa AIFM-direktiiviä (2011/61/EU, AIFMD) direktiiviehdotuksella (2024/927/EU, AIFMD II). Yksi direktiivin tavoitteista on yhdenmukaistaa sijoittajansuojan taso unionissa muun muassa ottamalla käyttöön yhteiset likviditeetin hallintakeinot.

Kotimainen lainsäädäntö voi joiltakin osin olla yksityiskohtaisempaa kuin EU-lainsäädäntö ja käytännössä suomalaiset sijoitusrahastot ovatkin käyttäneet vastaavia likviditeetin hallintakeinoja jo pitkään. Kotimaisessa lainsäädännössä ei kuitenkaan lähtökohtaisesti pyritä ylittämään direktiivin vaatimuksia ilman vahvaa perustetta, ja tällaisena perusteena pidetään erityisesti sijoittajansuojaa silloin, kun vaihtoehtorahastoja markkinoidaan ei-ammattimaisille asiakkaille.<sup>3</sup>

Kansainvälisissä yhteyksissä sijoitusrahastotyyppit erotetaan usein joko sijoitusrahastodirektiivin (2009/65/EY, UCITS) tai AIFM-direktiivin mukaisiksi rahastoiksi, mutta Suomen lainsäädännössä AIFMD:n mukaisista vaihtoehtorahastoista löytyy eri juridisia muotoja kuten tässä tutkielmassa käsiteltävä erikoissijoitusrahasto. Erikoissijoitusrahastojen yksityisoikeudellinen sääntely on ennen kuulunut osaksi sijoitusrahastolakia (213/2019, SRL), mutta hallituksen esityksessä 304/2018 vp sääntely siirrettiin vaihtoehtorahastoista annettuun lakiin (162/2014, AIFML), eli niin sanottuun AIFM-lakiin, omaksi luvukseen. Nykyisin erikoissijoitusrahaston voi hahmottaa nimensä mukaisesti sijoitusrahastoksi, jolla on joitakin erityisoikeuksia verrattuna tavanomaisiin sijoitusrahastoihin.<sup>4</sup>

## 1.2 Tutkimuskysymykset ja -metodi

Tutkielman päätavoitteena on tarkastella erikoissijoitusrahastojen sijoittajansuojaa Suomessa. Erityisesti analysoidaan AIFM-lain 16 a luvun erityissääntelyä erikoissijoitusrahastoille sekä sen vaikutuksia sijoittajansuojaan. Vaikka erikoissijoitusrahastoihin sovelletaan myös muita AIFM-lain

---

<sup>1</sup> HE 94/2013 vp, s. 9.

<sup>2</sup> Myös Suomessa on vireillä säädösvalmistelu (VM133:00/2024), joka tulee muuttamaan AIFM-lakia.

<sup>3</sup> HE 94/2013 vp, s. 47.

<sup>4</sup> Yhteyttä sijoitusrahastoihin vahvistaa hallituksen esitys 423/2018 vp, s. 58, jossa todetaan, että tietyt muutokset sijoitusrahastolaissa koskisivat myös erikoissijoitusrahastoja säännösviittausten vuoksi.

säännöksiä, tässä tutkielmassa keskitytään yksinomaan 16 a lukuun ja sen erityispiirteisiin sijoittajansuojan näkökulmasta.

Tutkielma on lähtökohtaisesti oikeuspoliittinen tutkimus, jossa tarkastellaan voimassa olevaa lainsäädäntöä, oikeuskäytäntöä ja oikeuskirjallisuutta suhteessa sääntelyn tehokkuuteen ja sen taustalla oleviin tavoitteisiin. Tulkinta perustuu *de lege lata* -periaatteeseen, joka tarkoittaa voimassa olevan oikeuden systemaattista tulkintaa ja analysointia lainopillisen lähestymistavan mukaisesti.<sup>5</sup> Lähteinä käytetään ensisijaisesti suomalaista lainsäädäntöä, kuten AIFM-lakia ja sijoitusrahastolakia, oikeuskirjallisuutta sekä virallis- että puolivirallislähteitä. Valitun lähestymistavan avulla pyritään selvittämään, miten erikoissijoitusrahastojen sijoittajansuoja on rakennettu Suomessa ja keitä ajatellen.

### 1.3 Tutkielman rakenne

Tutkielma alkaa johdannolla, jossa esitellään tutkimuksen tausta ja tavoitteet. Toisessa luvussa avataan keskeiset käsitteet, kuten erikoissijoitusrahasto, ei-ammattimainen asiakas ja sijoittajansuoja, joiden avulla luodaan perusymmärrys tutkittavasta aiheesta. Kolmannessa luvussa syvennyttään AIFML 16 a luvun erityissääntelyyn ja sen vaikutuksiin sijoittajansuojaan. Tämä luku on jaoteltu sijoittajan riskeihin rahastosijoittamisessa, ja kunkin riskin osalta tarkastellaan siihen liittyviä säännöksiä. Neljännessä luvussa käsitellään 16 a luvun pykäläiä, jotka on säädetty erityisesti ammattimaisten asiakkaiden erityistarpeisiin. Säännökset, joilla ei ole vaikutusta sijoittajansuojaan, kuten tuotonjakopakko, jätetään käsittelyn ulkopuolelle. Tutkielma päätetään yhteenvetoon, jossa kootaan keskeiset havainnot ja pohditaan tutkimuksen johtopäätöksiä.

---

<sup>5</sup> Miettinen 2016, s. 108 ja s. 148.

## 2 Käsitteet ja relevantti sääntely

### 2.1 Erikoissijoitusrahasto

Sijoitusrahasto on sijoitustoimintamuoto<sup>6</sup>, jossa rahastoyhtiö<sup>7</sup> kerää varoja useilta sijoittajilta ja sijoittaa näitä varoja rahaston sääntöjen mukaisiin kohteisiin<sup>8</sup>, kuten arvopapereihin ja rahamarkkinavälineisiin, tavoitteena tuottaa voittoa sijoittajille. Rahastoyhtiö hallinnoi ja tekee sijoituspäätöksiä rahaston puolesta rahasto-osuudenomistajien<sup>9</sup> etujen mukaisesti.<sup>10</sup>

Riskinottohaluisemmille sijoittajille on tarjolla erikoissijoitusrahastoja<sup>11</sup>, joista säädetään monimutkaisessa<sup>12</sup> vaihtoehtorahastojen (AIF) sääntelykokonaisuudessa. Tämä sääntely perustuu *lex superior* -periaatteen mukaisesti AIF-asetukseen, AIFM-direktiiviin, vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin sekä lukuisiin EU-tason ja kotimaisiin viranomaisohjeisiin. Erikoissijoitusrahasto on yksi vaihtoehtorahaston juridisista muodoista ja sen erityissääntely löytyy AIFML 16 a luvusta. Vähittäissijoittajan<sup>13</sup> kannalta konkreettisimmat erot perinteisiin sijoitusrahastoihin ilmenevät rahaston pakollisista hajautusvaatimuksista ja sallituista sijoituskohteista<sup>14</sup>. Siinä missä sijoitusrahasto saa sijoittaa varoistaan enintään kymmenesosan samaan arvopaperiin<sup>15</sup>, voi erikoissijoitusrahasto poiketa tästä rajasta rahaston säännöissä. Myös sijoitusrahastojen ulkopuolelle jäävät sijoituskohteet, kuten suorat kiinteistöomistukset ja listaamattomat yhtiöt kuuluvat erikoissijoitusrahastojen repertuaariin.

---

<sup>6</sup> SRL 1:2.1 §:n 1 kohdan mukaan sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin sekä sijoitusrahaston hoitamista ja rahasto-osuuksien markkinointia sijoitusrahastodirektiivissä ja tässä laissa tarkoitettulla tavalla.

<sup>7</sup> SRL 1:2.1 §:n 6 kohdan mukaan rahastoyhtiöllä tarkoitetaan pääsääntöisesti sijoitusrahastotoimintaa harjoittavaa suomalaista osakeyhtiötä.

<sup>8</sup> SRL 1:2.1 §:n 2 kohdan mukaan sijoitusrahastolla sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja sekä Suomessa vahvistettujen sääntöjen ja 13 luvun mukaan sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita; sijoitusrahasto voi myös koostua yhdestä tai useammasta alarahastosta.

<sup>9</sup> SRL 1:2.1 §:n 14 kohdan mukaan rahasto-osuudenomistajalla tarkoitetaan henkilöä, yhteisöä tai säätiötä taikka niihin rinnastettavaa ulkomaista yksityis- tai oikeushenkilöä, joka omistaa yhden tai useamman rahasto-osuuden tai sen murto-osan.

<sup>10</sup> SRL 4:2.1 §:n mukaan rahastoyhtiön on harjoitettava sijoitusrahastotoimintaa huolellisesti, itsenäisesti ja asiantuntevasti sijoitusrahaston ja sen rahasto-osuudenomistajien etujen mukaisesti. Rahastoyhtiön on toiminnassaan kohdeltava rahasto-osuudenomistajia yhdenvertaisesti.

<sup>11</sup> Puttonen ym. 2020, s. 35.

<sup>12</sup> Ks. HE 243/2018 vp, s. 9, jossa pohdittiin vaihtoehtorahastojen sääntelykokonaisuuden monimutkaisuutta.

<sup>13</sup> Myös ”ei-ammattimainen asiakas”.

<sup>14</sup> AIFML 16a:6.2 §:n nojalla erikoissijoitusrahasto voi poiketa siitä, mitä sijoitusrahastolain 13 luvussa säädetään sekä miten erikoissijoitusrahaston varat sijoitetaan.

<sup>15</sup> SRL 13:7.1 §:n mukaan sijoitusrahaston varoista saadaan sijoittaa enintään yksi kymmenesosa saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin tai rahamarkkinavälineisiin. Enintään yksi viidesosa saadaan sijoittaa talletuksiin samassa luottolaitoksessa.

Vaihtoehtorahaston hoitajalle<sup>16</sup> mahdollisuus toteuttaa riskialttiimpaa sijoitusstrategiaa tarkoittaa AIFM-lain näkökulmasta myös erityisiä pääomavaatimuksia, riskienhallintaa, likviditeetin hallintaa, arvonlaskentaa ja viranomaisraportointia.<sup>17</sup> Suomessa Finanssivalvonta valvoo rahastojen toimintaa<sup>18</sup> sekä myöntää niin sijoitusrahastoa hallinnoivalle rahastoyhtiölle kuin erikoissijoitusrahaston hallinnoivalle vaihtoehtorahaston hoitajalle toimiluvan tietyin edellytyksin.<sup>19</sup>

## 2.2 Sijoittajansuoja

Sijoittajansuojalla pyritään ehkäisemään väärinkäytöksiä ja toisaalta vähentämään sijoittajan ymmärtämättömyydestä johtuvia riskejä. Suojaa koskevat toimenpiteet tulisi mukauttaa sijoittajan tietotason,<sup>20</sup> jolloin ei-ammattimaisten asiakkaiden, kuten yksityissijoittajien, mahdollisuudet sijoittaa korkeariskisiin kohteisiin olisivat rajatummalla kuin ammattimaisten asiakkaiden. Nykyinen lainsäädäntö pyrkii suojelemaan erityisesti riskialttiimpiin vaihtoehtorahastoihin sijoittavia, vaikka niihin sijoittavat tahot ovat perinteisesti olleet ammattimaisesti toimivia instituutioita,<sup>21</sup> jotka eivät välttämättä kaipaisi vähittäissijoittajien tasoa vastaavaa suojaa vaan esimerkiksi matalamman kulurakenteen<sup>22</sup>. Erikoissijoitusrahastoista ei kuitenkaan ole asianmukaista sulkea vähittäissijoittajien pääomia pelkästään sijoittajansuojaan vedoten. Hyvällä sijoittajansuojalla pyritään ennen kaikkea varmistamaan, että ei-ammattimainen asiakas voi tehdä sijoituspäätöksensä saamansa riittävän ja oikean tiedon perusteella. Sijoittajansuojalla ei siis pyritä poistamaan vastuuta itse sijoitusriskistä.<sup>23</sup>

Nykyinen sääntely painottaa toiminnan läpinäkyvyyttä, sijoittajien tasapuolista kohtelua ja osuudenomistajien edun mukaista rahastonhoitoa. Yksinomaan ammattilaisille suunnattujen rahastojen kohdalla korostetaan joustavuutta ja kevyempää hallintotaakkaa.

---

<sup>16</sup> Verrattavissa sijoitusrahastoa hoitavaan rahastoyhtiöön. AIFML 2:1.1 mukaan vaihtoehtorahastojen hoitajalla tarkoitetaan oikeushenkilöä, jonka säännöllistä liiketoimintaa on 3 §:ssä tarkoitettu vaihtoehtorahastojen hoitaminen. Vaihtoehtorahastojen hoitajalla tulee olla toimilupa, joka voidaan myöntää osakeyhtiölle ja eurooppayhtiölle, tai sen tulee rekisteröityä.

<sup>17</sup> Kari 2014, s. 1.

<sup>18</sup> FivaL 1:3.2 §:n 2 kohdan mukaan Finanssivalvonta valvoo, että finanssimarkkinoilla toimivat noudattavat niihin sovellettavia finanssimarkkinoita koskevia säännöksiä, niiden nojalla annettuja määräyksiä, toimilupansa ehtoja ja toimintaansa koskevia sääntöjä.

<sup>19</sup> Ks. edellytykset rahastoyhtiölle SRL 2:5 §. Vaihtoehtorahaston hoitajalle AIFML 3:3 §.

<sup>20</sup> Ks. MIFID II perustelukappale 86.

<sup>21</sup> Hidén ym. 2014, s. 368. ESMA 2023, s. 22: ”Alle 20 % vaihtoehtorahastojen pääomasta EU:ssa suoraan vähittäissijoittajilta – Joissain rahastoissa, kuten erikoissijoitusrahastoissa, alle 10 %.”

<sup>22</sup> Sijoittajansuojaan liittyvä byrokratia, kuten raportointi ja valvonta, aiheuttaa poikkeuksetta rahastoille hallinnointikustannuksia.

<sup>23</sup> HE 56/1998 vp, s. 33.

## 2.3 Ei-ammattimainen asiakas

AIFM-laissa ei erikseen määritellä ammattimaista ja ei-ammattimaista asiakasta vaan 2:6.2 §:n 1 kohdan mukaan noudatetaan sijoituspalvelulain (747/2012, SipaL) 1:23 §:n luokittelua. Kyseisen säännöksen mukaan ammattimaisen asiakkaan määritelmän ulkopuolelle jäävät ovat ei-ammattimaisia asiakkaita. Lyhyesti sanottuna ammattimainen asiakas on taho, jolla katsotaan olevan riittävä asiantuntemus ja kokemus sijoituspäätösten tekemiseen ja riskien ymmärtämiseen. Yksinkertaistetusti sijoituspalvelulaissa ammattimaiseksi asiakkaaksi luokitellaan:<sup>24</sup>

- Säännellyt rahoitusmarkkinoilla toimivat yhteisöt, kuten sijoituspalveluyritykset, luottolaitokset, rahastoyhtiöt, pörssit ja vakuutusyhtiöt.
- Suuryritykset, jotka täyttävät vähintään kaksi seuraavista ehdoista:
  - Tase vähintään 20 milj. €
  - Liikevaihto vähintään 40 milj. €
  - Omat varat vähintään 2 milj. €
- Valtiot ja keskuspankit, kuten Suomen valtio, Euroopan keskuspankki ja Maailmanpankki.
- Rahoitusvälineisiin sijoittavat yhteisöt, joiden päätoimiala on sijoittaminen.
- Muut asiakkaat, joita sijoituspalveluyritys voi pyynnöstä kohdella ammattimaisina, jos ne täyttävät vähintään kaksi seuraavista:
  - Toteuttaneet suuria kauppvoja säännöllisesti
  - Sijoitusvarallisuus yli 500 000 €
  - Työskennelleet rahoitusalaalla vähintään vuoden tehtävässä, joka edellyttää sijoitusosaamista

Ei-ammattimaisten asiakkaiden tunnistaminen on keskeistä sijoittajansuojan kannalta, sillä heidän tietotaitonsa ja resurssinsa ovat yleensä rajallisemmat kuin ammattimaisilla asiakkailla. Tästä syystä he ovat vahvasti riippuvaisia sijoituspalveluiden tarjoajien ja sijoitusneuvontaa antavien tahojen

---

<sup>24</sup> Ks. SipaL 1:23 § yksityiskohtaisemmin.

välittämästä tiedosta. Erityisesti tiedonantovelvollisuus nousee merkittävään rooliin, jotta ei-ammattimaiset asiakkaat voivat tehdä harkittuja ja perusteltuja sijoituspäätöksiä.<sup>25</sup>

## 2.4 Riskien luonne rahastosijoittamisessa

Sijoittajan kohtaamat riskit rahastosijoittamisessa ovat moninaiset ja niiden kattava analyysi voisi itsessään muodostaa laajan tutkimuksen. Näitä riskejä voidaan luokitella eri tavoin sen perusteella, miten ne vaikuttavat sijoittajan asemaan ja sijoituskohteiden tuotto-odotuksiin. Osa riskeistä, kuten markkinariski, on olennainen ja väistämätön osa sijoitustoimintaa,<sup>26</sup> sillä ilman riskiä ei lähtökohtaisesti voi saada tuottoa tai tuotto on olematon. Tämänkaltaisia riskejä ei voida poistaa sääntelyllä, vaan ne kuuluvat sijoitustoiminnan luonteeseen ja ovat osa sijoittajan ottamaa riskiä tavoitellessaan tuottoa.

Sen sijaan tietyt riskit eivät liity sijoittamisen luontaiseen riskialttiuteen, vaan ne kytkeytyvät esimerkiksi rahastorakenteisiin, hallinnointikäytäntöihin ja sijoittajan tiedonsaantiin. Tällaisia riskejä voidaan hallita sääntelyllä ilman, että se vaikuttaisi sijoituksen mahdollisiin tuottoihin, ainakaan merkittävästi. Esimerkiksi sopivuusriski liittyy siihen, miten hyvin sijoittaja on informoitu tehdessään henkilökohtaista sijoituspäätöstä ja sijoittajan saatavilla olevan informaation määrästä pystytään säätämään suhteellisen yksiselitteisesti. Seuraavassa luvussa tarkastellaan erityisesti niitä riskejä, joiden hallintaan AIFML 16 a luvun sääntely pyrkii erikoissijoitusrahastojen osalta, erityisesti ei-ammattimaisia asiakkaita ajatellen.

---

<sup>25</sup> HE 56/1998 vp, s. 32.

<sup>26</sup> ESMA 2022, s. 4.

### 3 Sijoittajansuoja ja riskienhallinta AIFML 16 a luvussa

#### 3.1 Likviditeettiriski

AIFML 16a:6.2 § antaa erikoissijoitusrahastoille mahdollisuuden sijoittaa vähemmän likvideihin kohteisiin (esim. kiinteistöihin, listaamattomiin yhtiöihin), mikä hidastaa niiden omaisuuden realisointia. Kiinteistörahastolle tyypillistä on myydä kiinteistöt suurina kokonaisuuksina mahdollisimman kustannustehokkaasti. Odottamattoman suuret lunastukset saattaisivat johtaa tilanteeseen, jossa rahasto joutuisi pakkomyymään (*risk of fire sales*)<sup>27</sup> kiinteistökokonaisuuksiaan merkittävästi alle käypään arvoon, jolloin rahasto-osuuden arvo laskisi kaikilta osuudenomistajilta. Vuodenvaihteessa 2025 lukuisat kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot joutuivat keskeyttämään lunastukset<sup>28</sup> likviditeettiriskin realisoituessa. Tämä tuli sijoittajille yllätyksenä muttei viranomaisille, sillä jo vuonna 2019 Fiva löysi puutteita<sup>29</sup> kiinteistörahastojen stressitesteistä, joissa simuloidaan esimerkiksi samanaikaista markkinoiden laskua ja poikkeuksellisen suuria euromääräisiä lunastuksia.

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) vuoden 2023 raportin<sup>30</sup> mukaan Euroopassa 65 % vaihtoehtorahastoista (AIF) on avoimia ja noin 71 % näistä tarjoaa päivittäisen lunastusmahdollisuuden. ESMA:n mukaan AIFien likviditeettiprofiili osoittaa epäsuhtaa: 44 % rahastojen nettovarallisuudesta (NAV) voidaan lunastaa viikon sisällä, mutta vain 37 % salkusta on yhtä nopeasti realisoitavissa. Erityisesti rahastojen rahastoilla, kiinteistörahastoilla ja muilla AIF:lla on merkittävä ero lunastettavissa olevan pääoman ja salkun likviditeetin välillä. Esimerkiksi kiinteistörahastoissa sijoittajat voivat lunastaa 9 % NAV:sta viikossa, vaikka vain 1 % salkusta on likvidiä.

Likviditeetin hallintatyökalut, kuten lunastus- ja merkintäikkunat sekä lunastusten lykkäykset, voivat lieventää epäsuhtaa, eli likviditeettiriskiä. AIFML 16a:1.1 §:n nojalla erikoissijoitusrahaston tulee noudattaa SRL 10 luvun mukaisia arvonlaskenta- ja lunastuseriaatteita. SRL 10:6 § antaa rahastolle mahdollisuuden väliaikaisesti rajoittaa lunastusten toteuttamista. Pykälän mukaan rahastoyhtiö voi rahaston säännöissä mainitulla tavalla rajoittaa suurten lunastusten toteuttamista ja väliaikaisesti keskeyttää osuuksien lunastamisen, jos sijoitusrahaston säännöissä mainitut tilanteet sitä edellyttävät. Lisäksi lunastusten keskeyttäminen rahastoyhtiön toimesta on sallittua vain, jos

---

<sup>27</sup> ESMA 2024a, s. 6.

<sup>28</sup> Esim. OP Ryhmä 2024a ja Titanium 2025.

<sup>29</sup> Finanssivalvonta 2019, s. 2.

<sup>30</sup> ESMA 2024b, s. 11-12.

rahasto-osuudenomistajien yhdenvertaisuus tai rahasto-osuudenomistajien muu painava etu sitä erityisesti vaatii – esimerkiksi silloin, kun sijoitettujen varojen oikeudenmukainen ja luotettava arvostaminen ei ole mahdollista markkinoiden likviditeettivajeen tai mahdollisten pakkohuutokauppatilanteiden vuoksi.<sup>31</sup>

Osuudenomistajien edun mukaisessa likviditeetinhallinnassa korostuu sijoitusstrategian, maksuvalmiusprofiilin ja lunastuspolitiikan johdonmukaisuus<sup>32</sup> ja siten myös ennalta-arvattavuus. Johdonmukaisuus tarkoittaa, että rahasto-osuuksien liikkeeseenlaskun ja lunastusten tulisi tapahtua sijoitusstrategiaa tukien. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että noteeraamattomiin kohteisiin sijoitettaessa voisi olla perusteltua poiketa SRL 10 luvun mukaisista liikkeeseenlaskuedellytyksistä<sup>33</sup>. Täysi avoimuus osuuksien merkinnässä saattaisi johtaa tilanteeseen, jossa rahasto kerää enemmän pääomaa kuin mitä se pystyy sijoittamaan strategiansa mukaisesti. Tällöin vain osa varoista ohjautuisi suunniteltuihin kohteisiin, mikä ei välttämättä tukisi rahaston sijoitusstrategiaa eikä olisi olemassa olevien tai uusien sijoittajien edun mukaista.<sup>34</sup>

Likviditeetinhallintakeinoilla pyritään siirtämään sijoitusrahaston varojen kaupankäynnistä aiheutuvia kustannuksia niiden aiheuttajille.<sup>35</sup> AIFMD II:ssa listataan erilaisia likviditeetinhallintakeinoja,<sup>36</sup> kuten lunastuspalkkioiden periminen osuudenomistajilta, mikäli heidän lunastukset aiheuttaisivat kustannuksia muille rahasto-osuudenomistajille. Sijoittajansuojan ja läpinäkyvyyden periaatteiden mukaisesti, likviditeetinhallintakeinojen tulisi käydä ilmi rahaston säännöistä etukäteen, jotta niiden soveltaminen olisi mahdollista<sup>37</sup>.

Kansainvälisen arvopaperimarkkinaviranomaisten järjestön (IOSCO) näkemyksen mukaan huono likviditeetin hallinta ei ole hyväksyttävä syy käyttää lunastuksia rajoittavia keinoja, vaan niitä tulisi käyttää ainoastaan viime kädessä.<sup>38</sup> Sijoittajansuojan kannalta on tärkeää, että rahastot tiedottavat likviditeetinhallintakeinoistaan selkeästi ja avoimesti, jotta sijoittajat ymmärtävät riskit, jotka heitä koskevat. Tehokas likviditeetinhallinta ei ainoastaan vähennä riskiä, että sijoittajat kärsisivät

---

<sup>31</sup> IOSCO 2012, s. 11.

<sup>32</sup> AIFML 8:6 §:n mukaan maksuvalmiusriskin hallinnan edellytyksenä on, että vaihtoehtorahaston sijoitusstrategian, maksuvalmiusprofiilin ja lunastuspolitiikan on oltava keskenään johdonmukaisia.

<sup>33</sup> SRL 10 luvun pääsääntönä on jatkuva avoimuus merkinnöille ja lunastuksille.

<sup>34</sup> Hidén 2010, s. 434.

<sup>35</sup> Turtiainen 2022, s. 102.

<sup>36</sup> Ks. AIFMD II:n liite V yksityiskohtaisemmin.

<sup>37</sup> Harju 2001, s. 116.

<sup>38</sup> IOSCO 2012, s. 12.

tappioita markkinahäiriöiden tai suurten lunastusten yhteydessä, vaan se myös vahvistaa sijoittajien luottamusta rahastoon, mikä puolestaan voi lieventää lunastuspaineita markkinaturbulenssissa.

### 3.2 Sopivuusriski

Sijoittaja voi tehdä sopimattomia sijoituspäätöksiä, jos hänelle ei anneta riittävää tai selkeää tietoa esimerkiksi puutteellisten tai epäselvien tuoteasiakirjojen tai markkinoinnin vuoksi. *Sopivuusriski* voi myös syntyä, jos sijoitustuotteen ominaisuudet, riskit tai tuottopotentiali eivät ole riittävän helposti luettavissa tai läpinäkyviä. Lisäksi tekijät kuten kognitiiviset vinoumat (tappioiden välttäminen, yli-itsevarmuus), emotionaaliset tilat (taloudellinen ahdistus) tai matala taloudellinen lukutaito voivat lisätä riskiä, sillä ne estävät sijoittajaa tekemästä informoituja päätöksiä.<sup>39</sup> Tieto on sijoittajan etu, mutta sen puute on riski. Tästä syystä kaikkea mahdollista tietoa ei ole käytännöllistä saattaa sijoittajan tietoon ensinnäkin sen määrän ja toiseksi tiedon tuottaman kilpailuedun vuoksi, mutta tietyt yhteiset minimivaatimukset vähentävät sopivuusriskiä.

AIFML 16a:2.1 §:n mukaan erikoissijoitusrahaston nimessä on oltava sana ”erikoissijoitusrahasto” ja pykälässä painotetaan, ettei rahaston nimellä saa johtaa sijoittajia harhaan. Esimerkiksi ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan (ESG) tai kestävyteen liittyvien termien käyttöä reguloidaan ESMAn antamassa ohjeessa<sup>40</sup>, jota myös Finanssivalvonta noudattaa<sup>41</sup>. Pykälän 2 momentissa säädetään, että markkinointiaineistosta on käytävä selkeästi ilmi ne seikat, joiden vuoksi sijoitusrahastoa pidetään erikoissijoitusrahastona. Markkinointiaineistoa ovat muun muassa sijoittajille osoitetut asiakirjat rahaston verkkosivuilla.<sup>42</sup> Seikkoja, jotka erottavat erikoissijoitusrahaston UCITS-rahastosta, voi ilmetä esimerkiksi hajautusvaatimuksista tai lunastussäännöistä. Sääntöjen osalta AIFML 16a:6.2 §:ssä vaaditaan, että SRL:n hajautusvaatimuksista poikkeamisesta tulee ilmoittaa niissä, mikäli rahasto-osuuksia voidaan tarjota ei-ammattimaisille asiakkaille.

AIFML 16a:3.1 §:n mukaan erikoissijoitusrahaston sääntöjen on oltava selkeät ja SRL 8 luvun 2 ja 3 §:ien mukaiset<sup>43</sup>. Läpinäkyvät sijoitusrahaston säännöt ovat keskeisiä sijoittajansuojan kannalta, sillä ne määrittävät puitteet rahastoyhtiön velvollisuuksille sijoitusrahaston ja sen toiminnan

---

<sup>39</sup> ESMA 2022, s. 6.

<sup>40</sup> Ks. ESMA 2024c.

<sup>41</sup> Finanssivalvonta 2024.

<sup>42</sup> ESMA 2021, s. 2.

<sup>43</sup> SRL 8:2 §:ssä listataan mistä asioista rahaston säännöissä on määrättävä. SRL 8:3 §:ssä säädetään muista tiedoista, kuten luotonotosta ja johdannaisten käytöstä.

hoidossa.<sup>44</sup> Säännöt ovat vakiosopimus, jonka sijoitusrahaston osuudenomistaja hyväksyy itseään sitovaksi merkittäessään rahasto-osuuden.<sup>45</sup> Näin ollen sääntöjenmukaista toimintaa on haasteellista jälkikäteen leimata sijoittajan edunvastaiseksi. Vaikka yksittäinen sijoittaja jättäisi sopimusehdot lukematta tai ei ymmärtäisi niitä täysin rationaalisuuden oletuksen vastaisesti, piensijoittajia suojaa institutionaalisten sijoittajien läsnäolo markkinoilla. Lisäksi sijoittajat voivat hajauttaa varojaan vaihtoehtoisin sijoituskohteisiin, mikäli epäsymmetrinen informaatio muodostuu ongelmaksi sijoitusrahastomarkkinoilla.<sup>46</sup>

AIFML 16a:3.1 § velvoittaa erikoissijoitusrahastoja myös toimittamaan säännöt Fivalle, mutta vain tiedoksi, kun SRL 2:1:n mukaisten sijoitusrahastojen säännöt tulee vahvistaa Fivan toimesta ennen rahaston markkinointia. Sijoittajansuojan kannalta sääntöjen vahvistaminen myös erikoissijoitusrahaston kohdalla ennaltaehkäisisi epäselvyyksiä sääntöjen lainmukaisuudessa. On mahdollista, että erikoissijoitusrahastojen ammattipainotteinen sijoittajakunta ja sijoitustoiminnan sääntöpohjaisuus huomioiden, Fivan tarkastustyötä on päätetty keskittää UCITS-rahastoihin, joissa liikkuu enemmän vähittäissijoittajien pääomia. Koska Fiva kuitenkin myöntää toimiluvan vaihtoehtorahaston hoitajille AIFML 6 luvun toimintaedellytyksien<sup>47</sup> mukaisesti, voidaan hoitajan olettaa noudattavan sääntelyä, mikä lisää todennäköisyyttä sääntöjen lainmukaisuudelle.

### 3.3 Markkinariski

Sijoittajat voivat kärsiä taloudellisia tappioita epäsuotuisien markkinahintojen muutosten vuoksi. Hajautus auttaa vähentämään markkinariskin vaikutuksia, sillä sijoittamalla eri omaisuuslajeihin, alueisiin ja instrumentteihin voidaan pienentää yksittäisten sijoitusten arvoon vaikuttavien markkinahäiriöiden tai -laskujen riskiä. Jos kaikki varat ovat keskittyneet yhteen sektoriin tai omaisuuslajiin, suuret markkinaliikkeet voivat vaikuttaa salkun kokonaisarvoon merkittävästi. Hajautusvaatimuksilla pyritään vähentämään riskiä, että yhdestä huonosti menestyvästä sijoituksesta aiheutuisi kohtuuttomia tappioita koko rahastolle tai salkulle.

AIFM-lain säännökset pyrkivät minimoimaan ei-ammattimaisen asiakkaan yritysrisikin, joka voi nousta korkeaksi yksittäisellä sijoittajalla, jos se ei sijoittaisi muualle kuin yksittäiseen rahastoon.

---

<sup>44</sup> Turtiainen 2022, s. 92

<sup>45</sup> HE 202/1998 vp. s. 34.

<sup>46</sup> Turtiainen 2005, s. 121

<sup>47</sup> Esim. AIFML 6:1 §:n mukaan vaihtoehtorahastojen hoitajan on toimittava rehellisesti, huolellisesti ja tasapuolisesti sekä asetettava sijoittajien etu etusijalle vaarantamatta markkinoiden toimintaa. Hoitajan on käytettävä asianmukaisia resursseja, hallittava eturistiriitoja ja täytettävä sääntelyvaatimukset. Kaikkia sijoittajia on kohdeltava tasapuolisesti, eikä erityiskohtelua saa myöntää ilman rahaston sääntöihin kirjattua perustetta. *(Tiivistetty)*

Ei-ammattimaisen asiakkaan ymmärryksen puutteen lisäksi pääoma ei yksinkertaisesti saata riittää riskin hajauttamiseen useampaan sijoituskohteeseen, jolloin riskin hajauttamisen periaatetta on tärkeä toteuttaa ei-ammattimaisille asiakkaille suunnatuissa rahastoissa.<sup>48</sup> Lain esitöissä<sup>49</sup> on todettu, että varojen hajauttaminen on olennainen osa sijoitusrahaston riskienhallintaa ja sillä on keskeinen merkitys sijoittajansuojan toteutumiselle.

AIFML 16a:6 § sääntelee erikoissijoitusrahaston varojen sijoittamista. Pykälän 1 momentti edellyttää riskin hajauttamista, jos erikoissijoitusrahaston osuuksia voidaan tarjota ei-ammattimaisille asiakkaille. Toisessa momentissa puolestaan vaaditaan, että rahaston säännöissä on selkeästi ilmoitettava, miltä osin erikoissijoitusrahasto poikkeaa sijoitusrahastolain 13 luvun mukaisista sijoitusrajoituksista. Tämän vaatimuksen tavoitteena on parantaa ei-ammattimaisten asiakkaiden tiedonsaantia rahaston sijoitusstrategiasta sekä korostaa sääntelyn eroa erikoissijoitusrahastojen ja perinteisten sijoitusrahastojen välillä.<sup>50</sup> Riskin hajauttamisvaatimuksen taustalla on todennäköisesti oletus, että vähittäissijoittaja saattaa keskittää sijoituksensa yhteen erikoissijoitusrahastoon. Tässä tapauksessa rahaston katsotaan osaltaan vastaavan myös yksittäisen sijoittajan riskienhallinnasta. Tämä poikkeaa modernin portfolioteorian periaatteesta, jonka mukaan sijoittajan tulisi itse hajauttaa riskinsä rakentamalla optimaalinen sijoitussalkku. Institutionaalisten sijoittajien kohdalla rahastot sen sijaan voivat kohdentaa sijoituksensa tarkasti rajattuun segmenttiin ja ottaa suurempia yksittäisiä positioita rahaston kautta.

AIFML 16a:6.3 §:n mukaan varat on sijoitettava ilman aiheutonta viivytystä. Säännös suojelee osuudenomistajia kärsimästä teoreettisia tappioita, joita syntyisi rahanarvon heikkenemisestä inflaatioympäristössä, mikäli varat eivät olisi sijoitettuna tuottaviin kohteisiin.

### **3.4 Arvonmääritysrisiki**

AIFML 16a:7.2 § velvoittaa laskemaan rahasto-osuuden arvo jokaisena pankkipäivänä, lukuun ottamatta kiinteistörahastoja, jotka voivat laskea arvon harvemmin, kuukausittain kunkin kuukauden viimeisenä pankkipäivänä. Itsessään arvonmääritys on sijoittajan päätöksenteon kannalta olennaista, jonka vuoksi se on myös kirjattu lakiin, vaikkakin etenkin päivittäin auki oleville rahastoille se on välttämätöntä<sup>51</sup> lunastusten ja merkintöjen toteuttamiseksi.

---

<sup>48</sup> Vrt. HE 304/2018 vp, s. 5, jonka mukaan lähtökohtaisesti erikoissijoitusrahastot poikkeavat sijoitusrahastolain mukaisesta riskin hajauttamisen periaatteesta.

<sup>49</sup> HE 94/2013 vp, s. 208.

<sup>50</sup> HE 94/2013 vp, s. 206.

<sup>51</sup> HE 243/2018 vp, s. 121.

Kiinteistörahastojen päivittäinen arvonlaskenta ei ole käytännöllistä, sillä kiinteistöjen hintakehitys on hitaampaa<sup>52</sup>, eikä siitä ole aina saatavilla reaaliaikaista markkinadataa. Lisäksi rahastojen lunastus- ja merkintävälit ovat tyypillisesti pidempiä, mikä vähentää tarvetta jatkuvalla arvonmääritykselle. Erikoissijoitusrahastoille on päätetty asettaa vaihtoehtorahastoja huomattavasti aktiivisempi arvonlaskentamalli verrattuna AIFML 9:4.1 §:n edellyttämään vuosittaiseen arvonlaskentaan, todennäköisesti osaltaan lunastus- ja merkintäikkunoiden sekä siksi, että rahaston kohderyhmänä ovat usein ulkopuoliset yksityissijoittajat (vrt. pääomarahastot).

Pykälän toisessa momentissa mahdollisuutta poiketa päivittäisestä arvonlaskennasta laajennetaan myös muille erikoissijoitusrahastoille kuin pääasiallisesti kiinteistöihin sijoittaville. Poikkeaminen on mahdollista, mikäli sijoitustoiminnan luonne ja rahaston säännöt sen sallivat. Lain esitöissä arvonlaskennan harventamista on pidetty perusteltuna erityisesti tilanteissa, joissa erikoissijoitusrahasto on auki vain neljännesvuosittain, eikä sen sijoitustoiminta tai riskienhallinta edellytä jatkuvaa arvonmääritystä.<sup>53</sup> Kaikessa sijoittajansuojaan liittyvässä sääntelyssä tulee aina huomioida sijoittajan etu, sillä sääntelyn tiukentaminen – kuten arvonlaskennan minimivaatimusten korottaminen – tuo mukanaan lisäkustannuksia, jotka viime kädessä rahasto-osuuden omistaja joutuu maksamaan rahaston juoksevilla kuluilla.

AIFML 9 luvussa säädetään vaihtoehtorahaston arvonmäärityksestä. Toisen momentin mukaan arvonmääritystoiminto tulee olla riippumaton salkunhoidosta ja kolmannen momentin mukaan arvonlaskentaan on käytettävä yleisesti hyväksyttyä menetelmää, joka perustuu lainsäädäntöön, itsesääntelyyn tai muihin yleisesti hyväksytyihin sääntöihin. Yleisesti hyväksyttyjä sääntöjä arvonmääritykselle on muun muassa IOSCO:n raportin<sup>54</sup> 11 periaatetta yhteissijoitustoiminnan arvonmääritykselle. Nämä periaatteet tiivistetysti ovat seuraavat:

1. Sijoitusrahastolla tulee olla kattavat, dokumentoidut arvonmäärityskäytännöt ja -menettelyt.
2. Näissä käytännöissä tulee määrittää kunkin varallisuuserän arvonmääritysmenetelmät.
3. Arvonmäärityksen tulee minimoida eturistiriidat.
4. Varallisuuserät on arvostettava johdonmukaisesti sovittujen käytäntöjen mukaan.

---

<sup>52</sup> HE 94/2013, s. 202.

<sup>53</sup> HE 243/2018, s. 121.

<sup>54</sup> IOSCO 2013.

5. Hinnoitteluvirheet on havaittava, estettävä ja korjattava viipymättä, ja sijoittajat on hyvittävä tarvittaessa.
6. Arvonmäärityskäytännöt tulee tarkistaa säännöllisesti, ja ulkopuolisen tahon tulee arvioida ne vuosittain.
7. Kolmansille osapuolille, jotka hoitavat arvonmääritystä, on tehtävä huolellisuusarvioinnit.
8. Arvonmääritysjärjestelyt on tiedotettava sijoittajille avoimesti.
9. Rahasto-osuuksien osto ja lunastus ei tulisi perustua vanhentuneeseen nettoarvoon.
10. Salkku on arvostettava jokaisena päivänä, jolloin osuuksia ostetaan tai lunastetaan.
11. NAV:n tulee olla sijoittajien saatavilla maksutta.

Arvonmääritys on keskeinen osa sijoittajansuojaa ja rahaston hallinnointia, mutta sen tiheys ja toteutustapa vaikuttavat myös rahaston kustannusrakenteeseen ja sijoitusstrategiaan. Tiheä arvonmääritys tukee sijoittajien luottamusta ja varmistaa ajantasaisen tiedon rahasto-osuuden arvosta, mutta erityisesti vähemmän likvideissä omaisuusluokissa, kuten kiinteistöissä tai listaamattomissa yrityksissä, se voi olla haastavaa ja lisätä hallinnointikuluja. Toisaalta liian harva arvonlaskenta voi vaikeuttaa sijoittajien päätöksentekoa ja johtaa epäselvyyksiin rahaston todellisesta arvosta. IOSCO:n periaatteet korostavat riippumatonta, johdonmukaista ja läpinäkyvää arvonmääritystä, mikä on keskeistä sijoittajansuojan toteutumisessa. On hyvä, että lainsäädäntö jättää tilaa myös itsesääntelylle, sillä parhaat käytännöt syntyvät usein alan toimijoiden kokemuksen pohjalta ja voivat edistää yhtenäisyyttä kansainvälisillä markkinoilla, vähentäen sääntelyn hajanaisuudesta aiheutuvia ongelmia.

## 4 Sijoittajansuojasta poikkeaminen AIFML 16 a luvussa

### 4.1 Alle 30 osuudenomistajan rahastot

Erikoissijoitusrahastojen osalta AIFML 16a:4.2 §:ssä mahdollistetaan alle 30 osuudenomistajan rahastot, mutta tällöin rahaston osuudenomistajien tulee olla ammattimaisia asiakkaita tai niihin rinnastettavia varakkaita yksityishenkilöitä<sup>55</sup>. Toiseksi alle 30 osuudenomistajan erikoissijoitusrahastossa vähimmäispääomaksi vaaditaan poikkeuksetta vähintään kaksi miljoonaa euroa, mikä on myös tuloverolaissa (1535/1992, TVL) yksi verovapauden edellytyksistä<sup>56</sup>, jos omistajia on alle 30 tai rahasto ei ole avoin<sup>57</sup>. Alle 30 osuudenomistajan erikoissijoitusrahastoille on sallittu AIFML 16a:1.4 §:n nojalla lievemmat säännökset<sup>58</sup> kokousten järjestämisessä ja osuudenomistajien oikeuksissa verrattuna suurempiin rahastoihin:

- Vähemmistön vaikutusmahdollisuuksien heikkeneminen: Alle 30 osuudenomistajan erikoissijoitusrahastoissa ei tarvitse noudattaa SRL 9:2 §:n vaatimusta rahasto-osuudenomistajien kokouksen koolle kutumisesta, vaikka osuudenomistajat, jotka edustavat vähintään 5 % rahasto-osuuksista, sitä vaatisi. Ilman tätä säännöstä rahastoyhtiö voi jättää huomioimatta vähemmistöosuudenomistajien aloitteet ja huolenaiheet, mikä johtaa vaikutusvallan keskittymiseen suurille omistajille heikentäen yleistä sijoittajansuojaa. Lisäksi 3 §:n kokouksien menettelytapoja koskevia säännöksiä ei tarvitse soveltaa, mikä lisää rahaston toiminnan joustavuutta. Tämä kuitenkin samalla syrjäyttää 4 momentissa säädetyn niin sanotun ”yksi ääni per rahasto-osuus” -periaatteen, jonka tarkoituksena on turvata rahasto-osuudenomistajien tasapuolinen kohtelu.
- Vahingonkorvausvelvollisuus: SRL 26:9–12 §:n sääntely tarjoaa rahasto-osuudenomistajille mahdollisuuden esittää rahastolle aiheutettua vahinkoa koskevia korvausvaatimuksia ja sen soveltamatta jättäminen alle 30 osuudenomistajan rahastoissa heikentää vähemmistöoikeuksia. Erityisesti SRL 26:10 §:n mukaisen

<sup>55</sup> Verohallinto 2023, 2.3.2. TVL 20 a §:n 3 momentin edellytykset: Ammattimaiseen sijoittajaan rinnastettavalla varakkaalla yksityishenkilöllä tarkoitetaan 17.4.2013 annetuissa Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksissa eurooppalaisista riskipääomarahastoista (N:o 345/2013) ja eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista (N:o 346/2013) tarkoitettuja sijoittajia (high net worth individuals).

<sup>56</sup> Ks. TVL 20 a §, jossa määritellään tarkemmin erikoissijoitusrahaston verovapauden edellytyksistä.

<sup>57</sup> Ratkaisussa KHO 2022:142 todettiin, että rahasto on avoin, jos sen osuuksia voi lunastaa rahaston toimikauden aikana. Avoimuus ei siis tarkoita, että rahasto olisi auki toimeksiannoille jatkuvasti, vaan avoimuudessa on otettava huomioon rahaston sijoitustoiminnan luonteen vaatimat rajoitukset.

<sup>58</sup> AIFML 16a:1.4 §:n mukaan sellaiseen erikoissijoitusrahastoon, jossa voi olla alle 30 osuudenomistajaa, ei sovelleta sijoitusrahastolain 9 luvun 2 ja 3 §:ää, 12 luvun 9 §:ää eikä 26 luvun 9, 10 ja 12 §:ää.

vähemmistökanteen<sup>59</sup> mahdollisuuden puuttuminen tarkoittaa, että kanteen nostamiseen tarvitaan enemmistöpäätös, jolloin vähemmistölle ei jää tehokasta oikeuskeinoa suojella rahaston etua. Teoreettisesti rahastolla olisi mahdollisuus enemmistön johdolla tehdä epäedullisia toimeksiantoja vähemmistön kustannuksella. Toisaalta sääntelyn soveltamatta jättäminen parantaa rahaston toimintaedellytyksiä vähentämällä hallinnollista taakkaa ja oikeudenkäyntikustannuksia, kun esimerkiksi vahingonkorvausta ei tule lähtökohtaisesti<sup>60</sup> suorittaa sijoitusrahaston varoista.

Rahasto-osuudenomistajien vähimmäismäärän tarkoituksena on ensisijaisesti varmistaa, että rahasto edustaa aitoa yleisöltä kerättyjen varojen yhteissijoittamista.<sup>61</sup> Yhteissijoittamiseen kuuluu keskeisesti tasapuolinen kohtelu<sup>62</sup>, jota sääntely tukee.<sup>63</sup> Koska alle 30 osuudenomistajan rahastoja ei pidetä aidosti yhteissijoittamisena, sijoittajansuojan merkitys on näissä tapauksissa vähäisempi. Tällöin lainsäädännöllinen painopiste on hallinnollisen taakan keventämisessä, eikä sijoittajansuojan tiukkoja vaatimuksia sovelleta yhtä laajasti.

Sijoitusrahaston verovapauden<sup>64</sup> edellytyksenä pidetään myös tätä yhteissijoittamistoimintaa, joka varmistetaan riittävän suurella omistajien lukumäärällä. Mitä pienempi sijoittajajoukko on, sitä heikommat perusteet ovat edullisen verokohtelun soveltamiselle.<sup>65</sup> Näin ollen 30 osuudenomistajan raja liittyy nähdäkseni sijoittajansuojaa vahvemmin veropoliittisiin tarkoituksiin. Sijoittajansuojan kannalta on vaikea löytää oikeudellista perustetta asettaa raja juuri kyseiseen lukemaan. Vastoin yleistä kaavaa, jossa vero-oikeus muodostuu yksityisoikeuden pohjalta, tässä tapauksessa kyseinen lukema olisi enemmänkin vastaus vero-oikeuden käytännön päätöksiin.

Lainsäätäjä on huomionnut pienten rahastojen riskit ja päättänyt jättää ei-ammattimaiset asiakkaat näiden ulkopuolelle. Kuten aiemmin todettiin, näissä rahastoissa päätöksenteon hajautus voi heikentyä, mikä lisää yksittäisten sijoittajien vaikutusvaltaa rahaston toimintaan. Tämä voi johtaa siihen, että rahasto poikkeaa alkuperäisestä sijoitusstrategiastaan tai että päätöksenteko keskittyy

---

<sup>59</sup> SRL 26:10.2 §:n mukaan kanteen voivat nostaa rahasto-osuudenomistajat, joilla on vähintään yksi kahdeskymmenesosa kaikista rahasto-osuuksista tai vähintään vastaava määrä rahasto-osuuksia kuin 1 momentissa tarkoitetuilla päätöstä vastustaneilla rahasto-osuudenomistajilla. Jos rahasto-osuudenomistaja luopuu kanteesta sen nostamisen jälkeen, muut kanteen nostaneet rahasto-osuudenomistajat voivat kuitenkin jatkaa sitä.

<sup>60</sup> Ks. SRL 26:9.2 §.

<sup>61</sup> HE 59/1996 vp, s. 22.

<sup>62</sup> AIFML 6:1.3 §:n mukaan yhdellekään vaihtoehtorahastojen sijoittajalle ei saa antaa erityiskohtelua, ellei tällainen erityiskohtelu käy ilmi asianomaisen vaihtoehtorahaston säännöistä.

<sup>63</sup> AIFML 6:1.1 §:n 6 kohdan mukaan vaihtoehtorahastojen hoitajan on kohdeltava kaikkia vaihtoehtorahastojen sijoittajia tasapuolisesti.

<sup>64</sup> TVL 20 a §:n mukaan erikoissijoitusrahasto on tulon perusteella suoritettavasta verosta vapaa, jos rahasto on avoin ja sillä on vähintään 30 osuudenomistajaa.

<sup>65</sup> HE 304/2018 vp, s. 41.

harvojen sijoittajien intresseihin, mikä voi vaarantaa sijoitustoiminnan vakauden. Esimerkiksi ammattimaiset asiakkaat saattavat vaatia rahastolta suurempaa riskinottoa, mikä voi altistaa rahaston merkittäville markkinariskeille ja tehdä siitä ei-ammattimaisille asiakkaille liian riskialttiin.

Taulukko 1 AIFML 16a:4 §:n mukaiset vähimmäisehdot

Osuudenomistajien määrä	Minimisijoitus per omistaja	Rahaston vähimmäispääoma	Muita vaatimuksia
1	2 000 000 €	-	-
Alle 10	500 000 €	2 000 000 €	-
Vähintään 10	-	-	Erikoissijoitusrahasto
Vähintään 10	1 000 000 €	-	Kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin sijoittava erikoissijoitusrahasto
Alle 30	-	-	Omistajien oltava ammattimaisia asiakkaita tai varakkaita yksityishenkilöitä

## 4.2 Apportti merkinnässä ja lunastuksessa

Erikoissijoitusrahastojen erityissäätely mahdollistaa rahasto-osuuksien merkinnän maksamisen apporttina, eli muulla omaisuudella kuin rahalla. AIFML 16a:8 §:n mukaan pääasiallisesti kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin sijoittavan erikoissijoitusrahaston merkintähinta voidaan suorittaa kiinteistöillä tai kiinteistöarvopapereilla, kunhan niiden yhteenlaskettu markkina-arvo vastaa merkittävien rahasto-osuuksien arvoa ja apportin käytöstä on linjattu säännöissä. Muissa erikoissijoitusrahastoissa apporttiomaisuutena voidaan käyttää sijoitusrahastolain 13 luvussa tarkoitettuja rahoitusvälineitä<sup>66</sup>, ja tällaisessa tapauksessa merkintäedellytyksenä on vähintään miljoonan euron sijoitus. Miljoonan euron vähimmäissijoitus sulkee ei-ammattimaiset asiakkaat

<sup>66</sup> SRL 13:4 §:n mukaiset rahoitusvälineet ovat tiivistetysti velkakirjat, rahoitusinstrumentit, listatut arvopaperit, rahamarkkinavälineet ja arvopaperistamisvälineet.

tällaisten *apporttirahastojen*<sup>67</sup> ulkopuolelle, joten tässä luvussa keskitytään ainoastaan kiinteistörahastojen apporteihin.

Lunastushinnan maksaminen apporttina edellyttää aina apporttiomaisuuden arvostamista, mikä voi joissain tapauksissa olla tulkinnanvaraista – erityisesti kiinteistöjen ja muiden epälikvidien sijoituskohteiden osalta, joille ei ole objektiivisesti ja reaaliaikaisesti saatavilla markkinahintaa. Arvostus voi johtaa joko yli- tai aliarvostukseen, mikä voi vaarantaa osuudenomistajien yhdenvertaisuuden, mikäli apportinantaja saisi rahasto-osuuksia muita edullisemmin.

AIFML 16a:8.2 § edellyttää, että riippumaton asiantuntija, kuten auktorisoitu kiinteistönarvioitsija tai KHT-tilintarkastaja, antaa lausunnon apporttiomaisuuden arvosta ja sen vaikutuksesta osuudenomistajien yhdenvertaisuuteen. Vaikka tällainen lausunto on riippumaton, se ei ole absoluuttinen totuus apportin arvosta, vaan ainoastaan asiantuntija-arvio. Arvonmääritykseen liittyy väistämättä riskejä riippumatta siitä, millä tavoin kiinteistö hankitaan. Käytännössä kiinteistörahasto, jonka ydinosasta on hankkia kiinteistöjä järkevään hintaan, ei tarvitsisi ulkopuolista arvioijaa muuhun kuin apportin väärinkäytösten estämiseen.

Yleensä kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot sallivat apportin hallituksen tapauskohtaisella hyväksynnällä,<sup>68</sup> mikäli se on linjassa rahaston sijoitusstrategian kanssa. On järkevää, että lainsäädäntö mahdollistaa kiinteistöomaisuuden käyttämisen apporttina kiinteistörahastoissa, joiden ensisijaisena tavoitteena on hankkia tuottavia kiinteistökohteita. Apportin avulla rahasto voi hankkia kiinteistöjä ilman, että sen tarvitsee kilpailla niistä avoimilla markkinoilla. Kun kilpailu on vähäistä, on rahastolla enemmän neuvotteluvaraa apportin hinnoittelussa.

Koska kiinteistörahastot hankkivat tyypillisesti laajoja kokonaisuuksia, myös apportti kohdistuu useimmiten merkittäviin kiinteistömassoihin yksittäisten kohteiden sijaan. Yksittäiset kohteet hinnoitellaan usein kokonaisuuksia kalliimmin, jolloin niiden hankkiminen ei olisi nykyisten omistajien edun mukaista. Näin ollen apporttijärjestelyt eivät ensisijaisesti palvele yksittäisiä sijoittajia, vaan toimivat tehokkaana mekanismina ammattilaisten välillä. Niiden avulla esimerkiksi kiinteistönomistaja voi hajauttaa riskinsä siirtymällä yksittäisestä kiinteistösijoituksesta osaksi laajempaa rahastoa, samalla kun rahasto saa strategisesti sopivan kiinteistön osaksi portfoliota.

---

<sup>67</sup> Kirjoittajan oma termi.

<sup>68</sup> Ks. OP-Palvelukiinteistöt -erikoissijoitusrahaston säännöt 2024, eQ Liikekiinteistöt -erikoissijoitusrahaston säännöt 2021, UB Suomi Kiinteistöt -erikoissijoitusrahaston säännöt 2024.

AIFMD II:n resitaalissa 31 todetaan, että apporttina tehtävät lunastukset eivät sovellu vähittäissijoittajille ja voivat aiheuttaa riskin osuudenomistajien eriarvoisesta kohtelusta. Apporttilunastus voi kuitenkin olla hyödyllinen vaihtoehto suurille sijoittajille, jos se auttaa välttämään likviditeettiriskin toteutumista ja vähentää markkinahäiriöitä. Erityisesti kiinteistöperustaisissa rahastoissa se voi mahdollistaa institutionaalisten sijoittajien joustavamman irtautumisen ilman, että rahasto joutuu realisoimaan omaisuutta epäedullisella hetkellä. Tällaisen lunastuksen on kuitenkin tapahduttava avoimesti ja läpinäkyvin ehdoin, jotta sijoittajien yhdenvertaisuus säilyy. Apporttina tehtävien lunastusten sääntelyssä on tärkeää tasapainottaa rahaston hallinnolliset edut ja sijoittajansuoja, jotta menettely toimii oikeudenmukaisesti ilman, että rahastoon jäävät sijoittajat joutuvat epäedulliseen asemaan.

## 5 Johtopäätelmät

Tutkielmassa on käsitelty erikoissijoitusrahastojen sijoittajansuojaa Suomessa, erityisesti vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 16 a luvun erityissääntelyn näkökulmasta. Keskeisenä havaintona on, että erikoissijoitusrahastojen sääntelyllä pyritään tasapainottamaan sijoitusstrategioiden joustavuus ja ei-ammattimaisten asiakkaiden riittävä suoja. Vaikka AIFMD II:n myötä sijoittajansuoja yhdenmukaistuu EU-tasolla, on huomionarvoista, että suomalaisissa erikoissijoitusrahastoissa vastaavia suojatoimia, kuten likviditeetinhallintatyökaluja, on sovellettu jo ennen direktiivin implementointia. Näin ollen direktiivin konkreettiset vaikutukset kohdistuvat ensisijaisesti muihin vaihtoehtorahastoihin, joissa sijoittajansuoja ei ole sijoittajakunnan luonteen vuoksi ollut yhtä keskeisessä roolissa. Valtiovarainministeriö näkee muutospäätöksen hyödyttävän erityisesti finanssitoimijoita, pääomarahoitusta tarvitsevia yrityksiä ja sijoittajia.

Sääntelyn ensisijaisena tavoitteena on minimoida sijoittajien riskejä ja samalla luoda luottamusta markkinoihin. On kuitenkin tärkeää, että sääntelyssä otetaan huomioon markkinoiden dynaamisuus. Liian tiukka sääntely voi rajoittaa kilpailukykyä ja joustavuutta, kun taas liian löysä sääntely voi kasvattaa sijoittajien riskejä. Sääntelyn tulisi siis olla tasapainoista ja suhteellista, jotta se palvelisi sekä sijoittajien että markkinoiden etuja.

Tutkimus on lisäksi osoittanut, että erikoissijoitusrahastojen yhteydessä on olennaista erottaa ammattimaiset ja ei-ammattimaiset asiakkaat toisistaan. Ammattimaisille asiakkaille voidaan perustellusti tarjota joustavampia sijoitusstrategioita ja kevyempää sääntelyä, kun taas ei-ammattimaisten asiakkaiden kohdalla tiukempi sääntely on välttämätöntä heidän suojelemisekseen. Tulevaisuudessa onkin suositeltavaa kehittää sääntelyä, joka asianmukaisesti huomioi sijoittajien heterogeeniset tarpeet ja riskinsietokyvyn.

Kun arvioidaan suomalaisen sijoittajansuojan tasoa, on relevanttia verrata muihin Euroopan maihin. Esimerkiksi erikoissijoitusrahastoja koskeva Ruotsin sijoitusrahastolain (lag (2013:561)) 12 luku muistuttaa vahvasti kotimaista AIFML 16 a lukua sisällöltään. Kuten Suomessa myös Ruotsissa erikoissijoitusrahastojen sääntely on johdettu sijoitusrahastoista. Ruotsissa erikoissijoitusrahastojen valvonta on tiukempaa, ja se edellyttää finanssivalvonnan hyväksyntää muun muassa rahasto-

osuuksien hankinnalle<sup>69</sup> ja toisaalta finanssivalvonnan arviota sijoitusten riittävää riskien hajauttamisesta ennen rahaston sääntöjen hyväksymistä<sup>70</sup>.

Etelä-Euroopassa, Espanja esimerkkinä, erikoissijoitusrahastoille ei ole omaa sääntelyä vaan laki muistuttaa vahvemmin eurooppalaista AIFM-direktiiviä. Espanjalainen laki 22/2014 säätelee vaihtoehtorahastoista ja sen 75 artiklassa asetetaan rajoitukset ei-ammattimaisten asiakkaiden pääsyyille näihin rahastoihin. Artiklan mukaan AIF-rahastojen markkinointi ei-ammattimaisille asiakkaille edellyttää vähintään 100 000 euron sijoitusta sekä sijoittajan kirjallista vahvistusta riskien ymmärtämisestä. Jos sijoitus perustuu henkilökohtaiseen sijoitusneuvontaan, on minimisijoituksen oltava vähintään 10 000 euroa, kuitenkin ylittämättä 10 % sijoittajan varallisuudesta, mikäli varallisuus on alle 500 000 euroa. Espanjalainen sijoittajansuoja perustuu korkeisiin pääsyvaatimuksiin, jotka rajaavat ei-ammattimaisten asiakkaiden mahdollisuuksia vaihtoehtoisiin sijoitusrahastoihin. Muutoin laki 22/2014 keskittyy pääosin ammattimaisten asiakkaiden tarpeisiin, jolloin sijoittajansuojan taso on verrattain heikompi esimerkiksi Pohjoismaihin nähden.

Kokonaisuudessaan voidaan todeta, että erikoissijoitusrahastojen sääntely Suomessa on vahvalla pohjalla. Sääntelyssä on onnistuttu luomaan tasapaino joustavuuden ja suojan välille, mikä on edistänyt markkinoiden vakautta ja sijoittajien luottamusta. Jatkuva kehitys ja mukautuminen muuttuviin markkinaolosuhteisiin on kuitenkin välttämätöntä, jotta Suomi voi säilyttää asemansa houkuttelevana ja turvallisena sijoitusympäristönä.

---

<sup>69</sup> Ruotsin sijoitusrahastolain (lag (2013:561)) 12:6.1 §:n mukaan erikoissijoitusrahaston rahastosäännöissä voidaan Finanssivalvonnan hyväksynnällä asettaa rajoituksia rahasto-osuuksien hankinnalle.

<sup>70</sup> Ruotsin sijoitusrahastolain (lag (2013:561)) 12:13.1 §:n mukaan Finanssivalvonta arvioi erikoissijoitusrahaston rahastosääntöjä hyväksyessään, onko rahaston sijoitusten jakautuminen asianmukainen riskien hajauttamisen vaatimukset huomioiden.

## Lähteet

### Oikeuskirjallisuus

- Harju, Ilkka – Syyrilä, Jarkko. *Sijoitusrahastolainsäädäntö*. WSOY 2001.
- Hidén, Paulus. *Epäsuoran epälikvidin sijoitustoiminnan sääntelystä*. Defensor Legis 4/2010, s. 431–442.
- Hidén, Paulus – Ruotsalainen, Henri. *Vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain soveltamisalasta*. Defensor Legis 3/2014, s. 367–391.
- Kari, Markus. *Rahastosääntely uudistuu: laki vaihtoehtorahastojen hoitajista*. Defensor legis 1/2014.
- Miettinen, Tarmo. *Oikeustieteen opinnäyte – Artikkeleita oikeustieteellisten opinnäytteiden vaatimuksista, metodista ja arvostelusta*. Edilex 16.2.2016.
- Turtiainen, Matti. *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Edita Publishing Oy 2004.
- Turtiainen, Matti. *Sijoitusrahaston likviditeetinhallintakeinot ja rahasto-osuudenomistajien yhdenvertaisuus*. Liikejuridiikka 3/2022, s. 88–121.

### Virallis- ja puolivirallislähteet

- ESMA 2024a. *Assessing risks posed by leveraged AIFs in the EU*. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen 30.01.2024. Saatavilla osoitteesta: < [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA60-1389274163-2572\\_TRV\\_article\\_-\\_Assessing\\_risks\\_posed\\_by\\_leveraged\\_AIFs\\_in\\_the\\_EU.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA60-1389274163-2572_TRV_article_-_Assessing_risks_posed_by_leveraged_AIFs_in_the_EU.pdf) >
- ESMA 2024b. *EU Alternative Investment Funds 2023*. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen 30.01.2024. Saatavilla osoitteesta: < [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA50-524821-3095\\_EU\\_Alternative\\_Investment\\_Funds\\_2023.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA50-524821-3095_EU_Alternative_Investment_Funds_2023.pdf) >
- ESMA 2024c. *Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen 21.08.2024. Saatavilla osoitteesta: < [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-08/ESMA34-1592494965-657\\_Guidelines\\_on\\_funds\\_names\\_using\\_ESG\\_or\\_sustainability\\_related\\_terms.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-08/ESMA34-1592494965-657_Guidelines_on_funds_names_using_ESG_or_sustainability_related_terms.pdf) >
- ESMA. *Key Retail Risk Indicators for the EU single market*. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen 20.07.2022. Saatavilla osoitteesta: < [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2193\\_trv\\_article\\_key\\_retail\\_risk\\_indicators\\_for\\_the\\_eu\\_single\\_market.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2193_trv_article_key_retail_risk_indicators_for_the_eu_single_market.pdf) >

- ESMA. *Ohjeet rahastojen rajat ylittävää markkinointia koskevan asetuksen mukaisesta mainonnasta*. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen 02.08.2021. Saatavilla osoitteesta: < [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-1272\\_guidelines\\_on\\_marketing\\_communications\\_fi.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-1272_guidelines_on_marketing_communications_fi.pdf) >
- Finanssivalvonta. *Teema-arvio kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen arvonmäärityskysymyksistä ja likviditeetin hallinnasta*. Finanssivalvonta 19.11.2019. Saatavilla osoitteesta: < [https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2019/teema-arvio\\_kiinteistoihin\\_sijoittavat\\_erikoisrahastot\\_191119.pdf](https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2019/teema-arvio_kiinteistoihin_sijoittavat_erikoisrahastot_191119.pdf) >
- Finanssivalvonta. *Esman ohjeet rahastojen nimistä, joissa käytetään ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan (ESG) tai kestävyteen liittyviä termejä (ESMA34-1592494965-657) – soveltaminen alkaa 21.11.2024*. Finanssivalvonta 1.10.2024. Saatavilla osoitteesta: < <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2024/esman-ohjeet-rahastojen-nimista-joissa-kaytetaan-ymparistoon-yhteiskuntaan-ja-hyvaan-hallintotapaan-esg-tai-kestavyyteen-liittyvia-termeja-esma34-1592494965-657--soveltaminen-alkaa-21.11.2024/> >
- HE 202/1998 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- HE 243/2018 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.
- HE 304/2018 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi tuloverolain ja rajoitetusti verovelvollisen tulon verottamisesta annetun lain 3 §:n muuttamisesta.
- HE 59/1996 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- HE 94/2013 vp. Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi.
- IOSCO. *Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes*. International Organization of Securities Commissions 01/2012. Saatavilla osoitteesta: < <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf> >
- IOSCO. *Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes*. International Organization of Securities Commissions 05/2013. Saatavilla osoitteesta: < <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd413.pdf> >
- Verohallinto. *Sijoitusrahastojen verotuksesta ja TVL 20 a §:n sääntely*. Saatavilla osoitteesta: < <https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/80594/sijoitusrahastojen-verotuksesta-ja-tvl-20-a-n-saantely/> > Viitattu: 24.2.2025.

## Muut lähteet

- eQ. *eQ Liikekiinteistöt -erikoissijoitusrahaston säännöt*. eQ Rahastoyhtiö Oy 30.9.2021. Saatavilla osoitteesta: < [https://www.eq.fi/~media/files/funds/eq-liikekiinteistot/eq-liikekiinteistot0122.pdf](https://www.eq.fi/~/media/files/funds/eq-liikekiinteistot/eq-liikekiinteistot0122.pdf) > Viitattu 28.2.2025.
- OP-Ryhmä 2024a. *Keskeytämme kiinteistörahastojen merkinnät ja lunastukset väliaikaisesti*. OP Varainhoito Oy 31.12.2024. Saatavilla osoitteesta: < <https://www.op.fi/-/keskeytamme-kiinteistorahastojen-merkinnat-ja-lunastukset-valiaikaisesti> > Viitattu 7.1.2025.
- OP-Ryhmä 2024b. *OP-Palvelukiinteistöt -erikoissijoitusrahaston säännöt*. OP-Rahastoyhtiö Oy 1.1.2024. Saatavilla osoitteesta: < <https://www.op.fi/tac?did=HeSaa0000003908&cs=200a059a29710761deb5d96a04d8503d841a15d6dedb97c50602c0041cf067b3> > Viitattu 28.2.2025.
- OP-Ryhmä 2024c. *OP-Private Equity -erikoissijoitusrahaston säännöt*. OP-Rahastoyhtiö Oy 11.10.2024. Saatavilla osoitteesta: < <https://www.op.fi/tac?did=Hesaa0000006156&cs=4941fbae0cf15d6bb478f483a7266c067dd4a323ac7eb82063db98c3e3f64a4c> > Viitattu 17.2.2025.
- Puttonen, V., Kauppila, K., & Repo, E. *Miten sijoitan rahastoihin (Vsk. 2020)*. Alma Insights 2020. Saatavilla osoitteesta: < <https://verkkokirjajhyilly.almatalent.fi/teos/EAIBHXCTDG> >
- Titanium. *Ilmoitus Erikoissijoitusrahasto Titanium Hoivakiinteistön osuudenomistajille 7.1.2025*. Titanium Rahastoyhtiö Oy. Saatavilla osoitteesta: < <https://www.titanium.fi/2025/01/07/ilmoitus-osuudenomistajille-7-1-2025/> > Viitattu 7.1.2025.
- United Bankers. *UB Suomi Kiinteistöt -erikoissijoitusrahaston säännöt*. UB Rahastoyhtiö Oy 12.1.2024. Saatavilla osoitteesta: < <https://unitedbankers.fi/api/products/file?lang=fi&id=e773c5b1-f398-ee11-baeb-fd0d8b7b8c56> > Viitattu 28.2.2025.